

## 네패스(033640)

Above

In line

Below

## 매수(유지)

목표주가: 24,000원(유지)

## Stock Data

KOSPI(5/31)	2,001
주가(5/31)	17,500
시가총액(십억원)	382
발행주식수(백만)	22
52주 최고/최저가(원)	19,650/11,050
일평균거래대금(6개월, 백만원)	7,647
유동주식비율/외국인지분율(%)	71.1/9.1
주요주주(%)	이병구 외 4인 27.0
	신한비엔피파리바자산운용 7.6

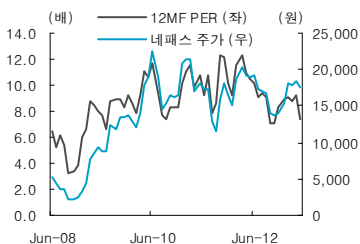
## Valuation 지표

	2012A	2013F	2014F
PER(x)	19.1	11.3	7.8
PBR(x)	1.8	1.9	1.6
ROE(%)	10.5	18.8	22.5
EV/EBITDA(x)	6.3	5.9	3.8
EPS(원)	731	1,547	2,250
BPS(원)	7,607	9,021	11,090

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(4.9)	28.7	(7.4)
상대주가(%p)	(6.8)	25.2	(16.0)

## 12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

## 2Q13 이후 WLP 및 터치패널의 개선을 기대

## What's new : WLP 사업 부진으로 1Q13 실적 저조

네패스는 IFRS 연결 기준 1Q13 매출 700억원, 영업손실 13억원, 순손실 14억원의 저조한 실적을 발표했다. Wafer Level Package(WLP)의 가동률 하락에 따른 본사 실적이 예상보다 부진했고, 삼성전자의 신제품 채용에 따른 자회사 네패스디스플레이 터치패널의 실적 개선 효과도 2분기부터 본격화되기 때문이다.

## Positives : 네패스디스플레이 등 연결대상 종속회사들의 실적 개선

그동안 네패스의 골칫거리였던 자회사들의 실적이 2013년부터 본격적으로 개선된다. 네패스 디스플레이는 G1F 터치패널을 삼성전자의 6.3인치 갤럭시 메가에 공급하고 있고, 삼성전자 스마트폰 내 채택이 확대되고 있다. ITO 스퍼터링 등이 까다로운 G1F 터치패널의 수율 향상도 물량 확대 및 수익성 개선으로 이어지고 있다. 2013년 매출 1,461억원으로 2012년 매출 316억원 대비 대폭 증가하여 네패스의 연결매출 상승을 주도한다. 5월 31일 공시한 네패스디스플레이의 생산시설 증설을 위한 네패스의 전환상환우선주 취득에 따른 지분을 상승(42.6%→45.0%)도 긍정적으로 판단한다. 네패스신소재, 네패스엘이디, 네패스리그마 등 기타 연결대상 종속회사들의 실적도 개선되고 있다.

## Negatives : 가동률 하락에 따른 WLP 부진

네패스의 성장동력인 WLP의 경우, 삼성전자 AP 생산 확대에 발맞추어 국내 Capa 확대에 대응하였으나, 1Q13 삼성전자 시스템LSI 가동률 하락의 직격탄을 맞았다. AP의 계절적인 수요 약세와 더불어 애플의 iPhone5 부진으로 애플향 AP 물량의 급감에 따라 싱가포르 Nepes Pte.는 매출 33억원 영업손실 28억원(이전 전망 매출 60억원, 영업이익 5억원)으로 1분기 어닝 쇼크의 주원인이다. 하지만, 2분기부터 삼성전자 시스템LSI 랩의 가동률개선 및 하반기 애플의 신제품 출시에 따른 AP 수요 증가에 따라 2분기부터 가동률 회복을 통한 실적 개선이 본격화 될 전망이다.

## 결론 : 2013년 이후 실적의 견조한 성장세 전망, TP 24,000원 유지

네패스의 IFRS 연결기준 2013년 연간 매출 4,810억원, 영업이익 456억원, 순이익 331억원으로 견조한 성장세가 이어질 전망이다. 투자포인트는 1) 삼성전자 시스템LSI와 함께 성장하는 WLP, 2) 스마트 디바이스 및 UHD TV 확대에 따른 DDI 호조, 3) 터치패널을 비롯한 자회사들의 실적 개선이다. 이전 목표주가인 24,000원(2013년 기준 PER 15.5배, PBR 2.7배, 2014년 기준 PER 10.7배, PBR 2.2배)을 유지한다.

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q13P				증감률		2013F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	90.1	70.0	(22.3)	74.8	(15.2)	(13.5)	481	383
영업이익	16.7	(1.3)	적자전환	9.9	적자전환	적자전환	45.6	53.1
영업이익률	10.1%	(1.9%)	적자전환	13.2%	적자전환	적자전환	15.1%	13.9%
세전이익	14.8	(2.1)	적자전환	10.5	적자전환	적자전환	45.7	58.1
순이익	13.0	(1.4)	적자전환	8.7	적자전환	적자전환	33.1	43.9

〈표 1〉 네패스 1Q13 실적 요약

(단위: 십억원)

	1Q13	이전전망	차이	컨센서스	차이	1Q12	YoY
매출액	70.0	90.1	(22.3%)	74.8	(6.4%)	80.9	(13.5%)
Wafer Level Packaging	18.3	26.7	(31.5%)				
Display Driver IC	24.8	30.8	(19.5%)				
IT Chemical	17.0	18.2	(6.8%)				
Touch Panel	4.1	8.1	(49.4%)				
영업이익	(1.3)	16.7	적자전환	9.9	적자전환	7.0	적자전환
영업이익률	(1.9%)	10.1%	적자전환	13.2%	적자전환	8.7%	적자전환
순이익	(1.4)	13.0	적자전환	8.7	적자전환	5.2	적자전환
순이익률	(2.1%)	7.9%	적자전환	11.6%	적자전환	6.4%	적자전환

주: IFRS 연결기준, 순이익은 지배주주 귀속분  
 자료: 네패스, 한국투자증권

〈표 2〉 네패스 수익 예상 변경

(단위: 십억원)

	2Q13F			2013F		
	변경후	변경전	%	변경후	변경전	%
매출액	108.8	103.2	5.4%	481.1	487.2	(1.3%)
Wafer Level Packaging	25.8	37.2	(30.6%)	122.0	169.4	(28.0%)
Display Driver IC	28.2	31.4	(10.1%)	113.3	124.3	(8.8%)
IT Chemical	17.8	19.4	(8.2%)	70.4	75.6	(6.9%)
Touch Panel	30.0	23.3	28.8%	146.1	87.9	66.3%
영업이익	8.6	16.4	(47.7%)	45.6	65.2	(30.0%)
영업이익률	7.9%	10.1%	(2.2%p)	9.5%	13.4%	(3.9%p)
순이익	6.0	9.7	(38.0%)	33.1	45.7	(27.5%)
순이익률	5.6%	6.0%	(0.4%p)	6.9%	9.4%	(2.5%p)

주: IFRS 연결기준, 순이익은 지배주주 귀속분  
 자료: 네패스, 한국투자증권

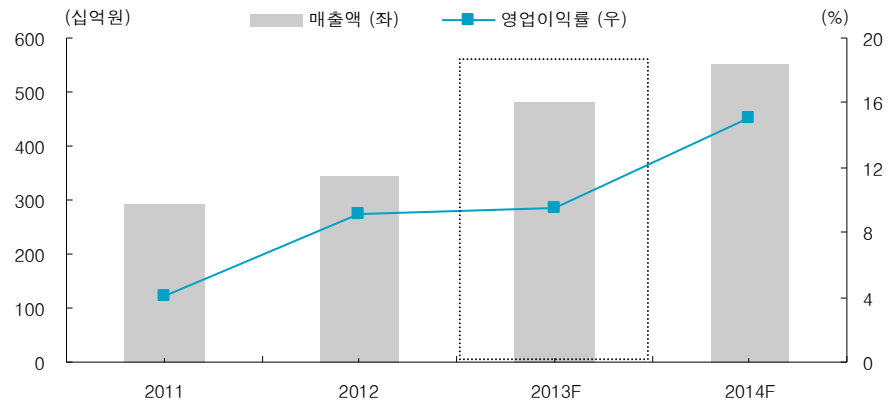
〈표 3〉 네패스의 분기 및 연간 실적 추이와 전망

(단위: 십억원)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2012	2013F	2014F
매출액	82.9	89.5	89.1	82.5	70.0	108.8	146.1	156.2	344.1	481.1	551.2
Wafer Level Packaging	21.2	28.7	34.9	32.8	18.3	25.8	38.3	39.6	117.6	122.0	159.0
WLP (국내)	10.5	17.5	23.9	23.8	15.0	20.0	28.0	29.0	75.7	92.0	114.0
Nepes Pte. (싱가포르)	10.7	11.2	11.0	9.0	3.3	5.8	10.3	10.6	41.9	30.0	45.0
Display Driver IC	28.8	30.1	27.1	25.0	24.8	28.2	30.5	29.8	111.0	113.3	119.0
IT Chemical	19.1	17.6	17.5	15.9	17.0	17.8	18.5	17.1	70.1	70.4	71.1
Nepes Display	10.8	9.8	6.0	5.0	4.1	30.0	51.0	61.0	31.6	146.1	170.0
기타	3.0	3.3	3.6	3.8	5.8	7.0	7.8	8.7	13.7	29.3	32.2
영업이익	6.5	6.6	9.4	8.9	(1.3)	8.6	17.8	20.5	31.4	45.6	83.1
영업이익률	7.8%	7.4%	10.6%	10.8%	(1.9%)	7.9%	12.2%	13.1%	9.1%	9.5%	15.1%
순이익	5.2	3.5	4.1	3.1	(1.4)	6.0	12.5	16.0	15.9	33.1	48.2
순이익률	6.3%	3.9%	4.6%	3.8%	(2.1%)	5.6%	8.6%	10.3%	4.6%	6.9%	8.7%

주: K-IFRS (연결) 기준, 순이익은 지배주주 귀속분  
 자료: 네패스, 한국투자증권

[그림 1] 네패스의 매출, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 네패스, 한국투자증권

&lt;표 4&gt; Peer group 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

기업명	매출액			영업이익			영업이익률			순이익			순이익률		
	2012	2013F	2014F	2012	2013F	2014F	2012	2013F	2014F	2012	2013F	2014F	2012	2013F	2014F
네패스	344	481	551	31	46	83	9.1	9.5	15.1	16	33	48	4.6	6.9	8.7
패키징															
시그네틱스	310	316	378	18	19	28	6.0	6.1	7.4	16	17	25	5.1	5.3	6.5
STS반도체	538	414	548	25	23	29	4.7	5.6	5.3	1	15	16	0.2	3.6	2.9
하나마이크론	259	300	390	(7)	20	31	(2.8)	6.5	8.0	(10)	18	26	(3.9)	5.8	6.7
ASE	2,641	7,504	7,886	389	732	822	14.7	9.8	10.4	474	549	620	18.0	7.3	7.9
SPIL	2,090	2,445	2,619	186	272	318	8.9	11.1	12.1	204	209	269	9.7	8.6	10.3
터치패널															
일진디스플레이	597	748	972	65	69	90	10.8	9.3	9.3	64	70	74	10.8	9.3	7.6
멜 파스	374	567	652	27	31	36	7.1	5.5	5.5	16	24	27	4.4	4.2	4.2
에스맥	485	694	798	36	44	58	7.4	6.4	7.3	27	34	45	5.5	5.0	5.6

주: 네패스, 시그네틱스, 일진디스플레이, 멜파스, 에스맥은 한국투자증권 전망치, 기타업체는 Bloomberg, FnGuide 참조, 각사 주가는 5월 31일 종가 기준  
 자료: Bloomberg, FnGuide, 한국투자증권

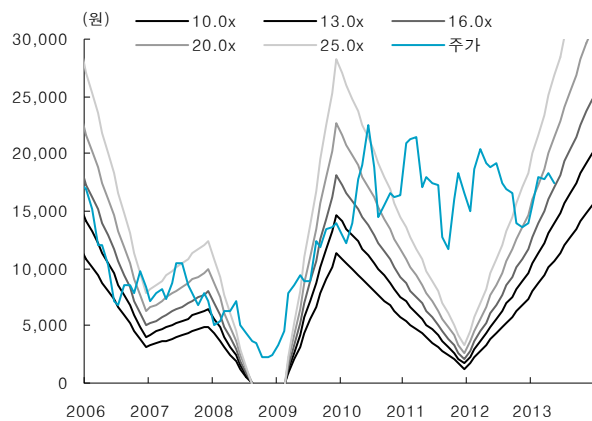
&lt;표 5&gt; Peer group valuation 비교

(단위: 십억원, %)

기업명	시가총액	PER			EPS 증가율			PBR			ROE		
		2012	2013F	2014F	2012	2013F	2014F	2012	2013F	2014F	2012	2013F	2014F
네패스	382	19.1	11.3	7.8	464.2	111.5	45.5	1.8	1.9	1.6	10.5	18.8	22.5
패키징													
시그네틱스	298	16.7	18.0	12.1	4.2	4.5	48.2	1.4	1.3	1.1	9.4	8.0	9.8
STS반도체	261	적자전환	17.4	15.7	적자전환	적자전환	6.7	1.4	1.2	-	(3.6)	2.2	5.6
하나마이크론	177	적자전환	10.1	6.8	적자전환	적자전환	49.7	1.2	0.8	-	(6.9)	11.9	-
ASE	7,404	15.1	12.8	11.0	(3.6)	12.6	17.9	1.7	1.6	1.4	12.4	12.9	13.5
SPIL	4,123	19.4	18.6	13.9	(3.1)	5.0	33.3	1.6	1.8	1.7	9.5	9.7	12.2
터치패널													
일진디스플레이	515	9.4	8.1	7.4	106.9	14.9	10.5	4.0	2.6	1.9	53.3	39.4	30.4
멜 파스	300	28.5	13.0	11.3	7.4	43.1	14.9	3.2	1.8	1.6	11.3	14.8	15.0
에스맥	263	12.5	7.8	6.0	(40.9)	52.1	30.0	1.8	0.9	0.4	19.6	15.5	9.7

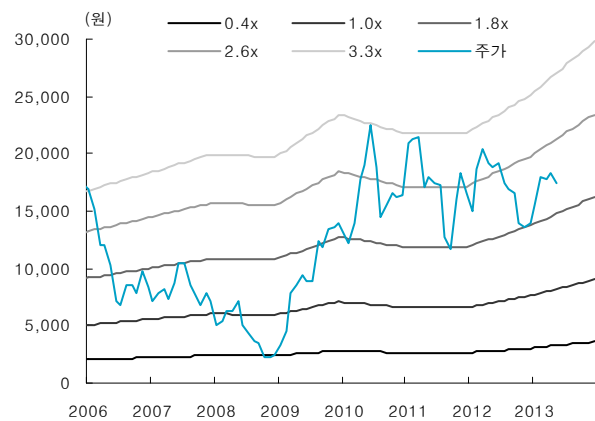
주: 네패스, 시그네틱스, 일진디스플레이, 멜파스, 에스맥은 한국투자증권 전망치, 기타업체는 Bloomberg, FnGuide 참조, 각사 주가는 5월 31일 종가 기준  
 자료: Bloomberg, FnGuide, 한국투자증권

[그림 2] PER 추이



자료: 네패스, 한국투자증권

[그림 3] PBR 추이



자료: 네패스, 한국투자증권

### 기업개요 및 용어해설

네패스는 1990년 12월 설립되어 반도체와 전자재료 사업을 영위하고 있다. 반도체 사업부문은 디스플레이용 Driver IC의 bumping, WLP 및 Package 등, 전자재료 사업 부문은 반도체, LCD 등의 제조공정용 케미칼인 현상액(Developer), Color Filter용 현상액(Color Developer) 등의 제품으로 구성되어 있다. 연결대상 종속기업으로는 (주)네패스디스플레이, (주)네패스신소재, (주)네패스엘이디, (주)네패스리그마, NEPES Pte., NEPES Energy Holdings가 있다.

- WLP: Wafer level packaging. 경박단소한 비메모리 반도체를 구현하는 packaging 기술
- DDI: Display Driver IC. 화면에 문자나 영상 등이 표시되도록 구동신호 및 데이터를 디스플레이 패널에 전기적인 신호로 제공하는 IC로서, LCD, PDP, OLED 등에 사용됨
- AP: Application Processor

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	107	118	162	224	235
현금성자산	26	35	48	66	72
매출채권및기타채권	58	57	72	94	108
재고자산	21	24	34	55	42
비유동자산	224	262	270	298	323
투자자산	12	14	20	23	25
유형자산	200	236	237	261	282
무형자산	8	7	9	11	12
자산총계	331	380	431	522	558
유동부채	80	87	121	146	109
매입채무및기타채무	37	49	72	77	78
단기차입금및단기사채	10	12	14	15	16
유동성장기부채	22	16	21	26	21
비유동부채	99	91	113	129	143
사채	0	2	4	6	6
장기차입금및금융부채	93	105	110	118	128
부채총계	184	217	234	275	251
지배주주지분	138	150	191	236	291
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	73	81	81	81	81
자본조정	(3)	(6)	(6)	(6)	(6)
이익잉여금	59	75	106	152	207
비지배주주지분	6	2	6	10	16
자본총계	147	163	197	247	307

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동현금흐름	1	50	79	89	89
당기순이익	(2)	14	37	53	63
유형자산감가상각비	28	30	34	41	46
무형자산상각비	1	1	1	2	2
자산부채변동	(18)	(11)	4	(19)	(35)
기타	(8)	16	3	12	13
투자활동현금흐름	(39)	(70)	(36)	(85)	(87)
유형자산투자	(40)	(67)	(35)	(65)	(69)
유형자산매각	1	3	0	1	1
투자자산순증	(5)	(1)	(7)	(16)	(15)
무형자산순증	(0)	(0)	(4)	(4)	(3)
기타	5	(5)	10	(1)	(1)
재무활동현금흐름	8	30	12	14	4
자본의증가	0	6	0	0	0
차입금의순증	10	13	14	16	6
배당금지급	(1)	(1)	(2)	(2)	(2)
기타	(1)	12	0	0	0
기타현금흐름	0	(7)	(1)	1	1
현금의증가	(30)	9	54	19	7

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

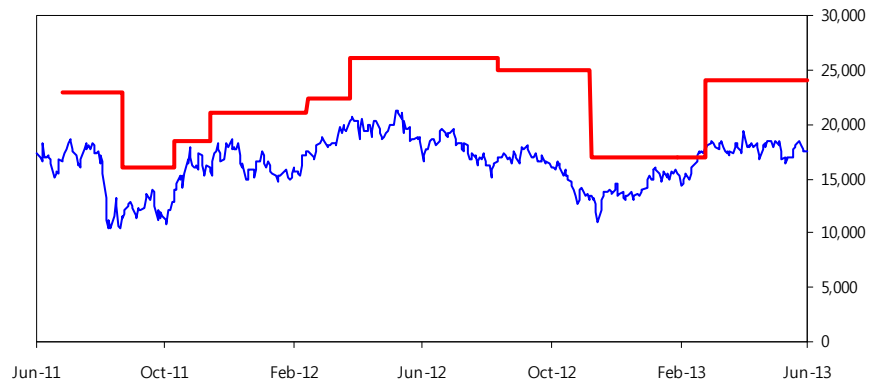
	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	293	344	481	551	602
매출원가	247	267	369	392	423
매출총이익	46	77	112	160	180
판매관리비	34	46	67	77	84
영업이익	12	31	46	83	96
금융수익	1	1	1	2	2
이자수익	1	2	2	2	3
금융비용	6	8	5	6	7
이자비용	5	5	5	6	7
기타영업외손익	(3)	(4)	5	0	0
관계기업관련손익	(10)	(17)	(1)	(12)	(12)
세전계속사업이익	2	20	46	67	79
법인세비용	4	5	9	13	16
연결당기순이익	(2)	14	37	53	63
지배주주지분순이익	3	16	33	48	57
기타포괄이익	(1)	(2)	(1)	(1)	(1)
총포괄이익	(2)	12	36	52	62
지배주주지분포괄이익	2	14	32	47	56
EBITDA	41	63	81	126	144

## 주요 투자지표

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	130	731	1,547	2,250	2,674
BPS	6,608	7,607	9,021	11,090	13,574
DPS	50	100	100	100	100
성장성(%, YoY)					
매출증가율	7.4	17.4	39.8	14.6	9.3
영업이익증가율	(59.5)	167.2	45.2	82.2	15.3
순이익증가율	(75.6)	469.0	108.5	45.5	18.8
EPS증가율	(77.7)	464.2	111.5	45.5	18.8
EBITDA증가율	(22.7)	54.4	28.8	55.6	14.5
수익성(%)					
영업이익률	4.0	9.1	9.5	15.1	15.9
순이익률	1.0	4.6	6.9	8.7	9.5
EBITDA Margin	13.8	18.2	16.8	22.8	23.9
ROA	(0.5)	4.0	9.0	11.2	11.7
ROE	2.0	10.5	18.8	22.5	21.7
배당수익률	0.3	0.7	0.6	0.6	0.6
안정성					
순차입금(십억원)	89	96	95	93	92
차입금/자본총계비율(%)	84.7	82.4	75.2	66.6	55.5
Valuation(X)					
PER	126.9	19.1	11.3	7.8	6.5
PBR	2.5	1.8	1.9	1.6	1.3
PSR	1.2	0.9	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	11.0	6.3	5.9	3.8	3.4

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
네패스(033640)	2011.06.27	매수	23,000 원
	2011.08.24	매수	16,000 원
	2011.10.12	매수	18,500 원
	2011.11.15	매수	21,000 원
	2012.02.15	매수	22,300 원
	2012.03.27	매수	26,000 원
	2012.08.14	매수	25,000 원
	2012.11.11	매수	17,000 원
	2013.02.27	매수	24,000 원



## ■ Compliance notice

- 당사는 2013년 6월 3일 현재 네패스 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

## ■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 현 주가 대비 -15~15%의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

## ■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.